

ĐÁNH GIÁ MỨC ĐỘ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN - CÁC CHỈ SỐ CƠ BẢN

● NGUYỄN VĂN QUANG

TÓM TẮT:

Nghiên cứu cho thấy có bốn khía cạnh chính cần quan tâm khi đánh giá mức độ phát triển của thị trường chứng khoán, đó là quy mô, thanh khoản, độ tập trung và liên kết giữa thị trường với hoạt động thực tế của nền kinh tế. Cho đến nay đã có một số chỉ số được đề xuất cho việc đánh giá mức độ phát triển của thị trường chứng khoán liên quan đến bốn khía cạnh này. Bài viết tổng hợp lại những chỉ số chính đã được đề xuất trong các nghiên cứu đã có, đồng thời đề xuất một chỉ số mới để đo lường mức độ liên kết giữa thị trường chứng khoán với hoạt động kinh tế thực tế.

Từ khóa: thị trường chứng khoán, chỉ số cơ bản, chứng khoán.

1. Đặt vấn đề

Chức năng chính của thị trường chứng khoán là chuyển đổi tiết kiệm thành đầu tư. Từ góc độ lý thuyết, thị trường chứng khoán có thể thúc đẩy tăng trưởng kinh tế thông qua việc huy động và thúc đẩy tiết kiệm cũng như cải thiện đầu tư. Ngoài chức năng này, thị trường chứng khoán còn thực hiện nhiều chức năng quan trọng khác. Thị trường chứng khoán có thể thực hiện một “phép màu” khi mở cơ hội để các khoản đầu tư dài hạn có thể được tài trợ bằng tiền của các cá nhân, mà nhiều người trong số họ mong muốn có thể rút tiền theo ý muốn. Ngoài ra, thị trường chứng khoán có thể tăng hiệu quả của hệ thống tài chính thông qua cạnh tranh giữa các công cụ tài chính khác nhau. Đổi lại, điều này có thể làm tăng lợi tức tiết kiệm cho người tiết kiệm và làm giảm chi

phí huy động vốn cho người đi vay. Thị trường chứng khoán cũng có thể cải thiện tiêu chuẩn kế toán và thuế khi nhà đầu tư yêu cầu thông tin phải nhiều hơn và có chất lượng tốt hơn để so sánh hoạt động của các công ty khác nhau. Một lợi ích nổi bật khác của thị trường chứng khoán là khả năng áp đặt kỷ luật cao hơn trong lĩnh vực quản lý kinh tế, do đây là thị trường đặc biệt nhạy cảm với những thay đổi chính sách.

Sự phát triển của thị trường chứng khoán một mặt phản ánh sự phát triển của nền kinh tế, mặt khác thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế, do đó việc đánh giá chính xác mức độ phát triển của thị trường chứng khoán sẽ giúp đánh giá mức độ phát triển của hệ thống tài chính nói riêng và của nền kinh tế nói chung. Dù vậy cho đến nay mới chỉ có một số chỉ số đơn lẻ được đề xuất để đánh giá mức

độ phát triển của thị trường chứng khoán do việc xây dựng và phát triển các bộ chỉ số toàn diện và đầy đủ không dễ dàng bởi vì có quá nhiều yếu tố ảnh hưởng đến sự phát triển của thị trường chứng khoán. Trong bối cảnh đó, bài viết tổng hợp lại những chỉ số chính đã được đề xuất trong các nghiên cứu đã có, đồng thời đề xuất một chỉ số mới, bổ sung cho các chỉ số đã được sử dụng rộng rãi để đo lường mức độ phát triển của thị trường chứng khoán.

2. Định nghĩa về sự phát triển của thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán phát triển là thị trường có quy mô lớn hay là thị trường có tính thanh khoản cao? Thị trường chứng khoán có hiệu suất cao có phải là thị trường phát triển hay không? Sự tăng trưởng nhanh chóng của các thị trường chứng khoán mới nổi có đồng nghĩa với việc các thị trường này đang phát triển hay không? Mặc dù thuật ngữ “phát triển” được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu về thị trường chứng khoán, không có định nghĩa chính xác cho thuật ngữ này. Những thước đo thường được sử dụng để đánh giá sự phát triển của thị trường chứng khoán là quy mô và thanh khoản. Nhưng những thước đo này đã đủ toàn diện để đánh giá sự phát triển của thị trường chứng khoán hay chưa?

Cần phải khẳng định, tăng trưởng không đồng nghĩa với phát triển. Một thị trường chứng khoán tăng trưởng có nghĩa là thị trường đó tăng về quy mô và/hoặc thanh khoản. Một thị trường chứng khoán phát triển hàm ý rằng thị trường có khả năng tốt hơn trong việc đáp ứng nhu cầu của nền kinh tế. Sự phát triển của thị trường chứng khoán phần nhiều được phản ánh ở chất lượng dịch vụ do thị trường cung cấp chứ không phải ở quy mô, thanh khoản hay hiệu suất của thị trường. Một thị trường chứng khoán tràn ngập tiền là một thị trường có thanh khoản tốt nhưng chưa hẳn đã phát triển. Một thị trường chứng khoán có quy mô lớn nhưng thanh khoản kém, hoặc thanh khoản có thể tốt nhưng giao dịch chỉ diễn ra ở một số ít cổ phiếu chiếm tỷ trọng lớn trong tổng vốn hóa thị trường

không được xem là một thị trường phát triển. Một thị trường chứng khoán có quy mô lớn, thanh khoản tốt, không bị tập trung vào một số ít cổ phiếu nhưng không phản ánh đúng hiệu suất thực của nền kinh tế cũng không được xem là một thị trường phát triển.

Theo nội dung đã thảo luận ở trên, có thể hiểu một thị trường chứng khoán phát triển là một thị trường có quy mô đủ lớn và có thanh khoản tốt, vốn hóa thị trường không bị tập trung vào một số ít cổ phiếu và có mối liên hệ đầy đủ với hoạt động thực tế của nền kinh tế.

3. Đo lường mức độ phát triển của thị trường chứng khoán - các chỉ số cơ bản

Từ những nội dung đã thảo luận ở trên, để đo lường mức độ phát triển của thị trường chứng khoán, cần chú ý đến bốn khía cạnh cơ bản: 1) Quy mô của thị trường; 2) Thanh khoản của thị trường; 3) Độ tập trung của thị trường; và 4) Liên kết giữa thị trường với hoạt động thực tế của nền kinh tế.

3.1. Quy mô của thị trường chứng khoán

Có hai chỉ số chính về quy mô của thị trường chứng khoán: vốn hóa thị trường và số lượng công ty niêm yết.

Vốn hóa thị trường: Một chỉ số được sử dụng phổ biến để đánh giá quy mô của thị trường chứng khoán là Giá trị vốn hóa thị trường/GDP, bằng giá trị thị trường của cổ phiếu niêm yết chia cho GDP tương ứng. Chỉ số này được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu như một thước đo ổn định cho sự phát triển của thị trường chứng khoán vì hai lý do. Thứ nhất, thước đo quy mô thị trường chứng khoán có tương quan thuận với khả năng huy động vốn và phân tán rủi ro. Thứ hai, thước đo này được cho là phản ánh lợi nhuận giữ lại trong quá khứ và triển vọng tăng trưởng trong tương lai của các công ty (Levine và Zervos, 1998, Bekaert và cộng sự, 2001; Rajan và Zingales, 2003). Yếu điểm của thước đo này là tỷ lệ Giá trị vốn hóa thị trường/GDP có thể cao nhưng thị trường bị thống trị bởi một vài công ty lớn có giá trị vốn hóa cao và một thị trường chứng khoán như vậy không thể

được xem là một thị trường chứng khoán phát triển (Adelegan, 2008).

Số lượng công ty niêm yết: được sử dụng như một thước đo bổ sung cho quy mô thị trường. Ưu điểm chính của thước đo này là nó đại diện cho độ rộng của thị trường và không chịu sự biến động về giá (Bekaert và cộng sự, 2001; Rajan và Zingales, 2003; Karolyi, 2004). Hơn nữa, nó không bị ảnh hưởng bởi khả năng GDP bị đo lường sai.

Tuy nhiên, thước đo này có hai yếu điểm chính: Thứ nhất, số lượng công ty niêm yết thay đổi chậm nên khó thể hiện đầy đủ những thay đổi có tần suất cao trên thị trường, đồng thời số lượng công ty niêm yết có thể bị ảnh hưởng bởi việc tái cơ cấu, hợp nhất và sáp nhập doanh nghiệp; Thứ hai, thước đo này có thể cho ra điểm số thấp khi đánh giá mức độ phát triển của thị trường chứng khoán tại những nền kinh tế có cơ cấu công nghiệp tập trung (theo nghĩa chỉ có một số lượng nhỏ các công ty lớn trên thị trường chứng khoán), trong khi sự tập trung của thị trường chứng khoán chỉ phản ánh phần nào khả năng tiếp cận tài chính hạn chế (Rajan và Zingales, 2003; Karolyi, 2004).

3.2. Thanh khoản của thị trường chứng khoán

Một trong những khía cạnh quan trọng nhất phản ánh sự phát triển của thị trường chứng khoán là thanh khoản. Thị trường có tính thanh khoản cao mang lại nhiều lợi ích: Thứ nhất, tính thanh khoản cao khiến các tài sản tài chính trở nên hấp dẫn hơn đối với nhà đầu tư, do họ có thể giao dịch dễ dàng hơn. Ngoài ra, tính thanh khoản cao cho phép nhà đầu tư rút vốn dễ dàng hơn nếu họ muốn thay đổi danh mục đầu tư; Thứ hai, tính thanh khoản cao cho phép các tổ chức tài chính chấp nhận chênh lệch tài sản nợ lớn hơn; Thứ ba, tính thanh khoản cao cho phép ngân hàng trung ương sử dụng các công cụ tiền tệ gián tiếp dễ dàng hơn và nhờ đó tạo nên một cơ chế truyền dẫn tiền tệ ổn định hơn.

Dù đã có rất nhiều định nghĩa về “tính thanh khoản”, cho đến nay vẫn không có một định nghĩa rõ ràng, chính xác được chấp nhận rộng rãi. Tuy nhiên, các nhà phân tích thường sử dụng thuật ngữ

này để chỉ khả năng dễ dàng mua, bán chứng khoán. Theo Sarr và Lybek (2002), cần chú ý năm khía cạnh của thanh khoản, đó là: độ kín (tightness), thể hiện chi phí giao dịch; độ tức thời (immediacy), thể hiện tốc độ thực hiện và thanh toán giao dịch; độ sâu (depth), thể hiện số lượng giao dịch; độ rộng (breadth), thể hiện giá trị giao dịch và tác động của giao dịch đến giá; và độ phục hồi (resiliency), thể tốc độ tiêu tan của biến động giá do các giao dịch gây ra.

Tuy nhiên, do việc xây dựng một thước đo đơn lẻ có thể đồng thời đo lường độ kín, độ tức thời, độ sâu, độ rộng và độ phục hồi rất khó khăn, các chỉ số thanh khoản thường được sử dụng là Giá trị giao dịch/GDP và Hệ số vòng quay (turnover ratio).

Giá trị giao dịch (GDP): là một chỉ số dựa trên khối lượng. Các chỉ số dựa trên khối lượng sẽ hữu ích trong việc đo lường độ rộng của thị trường. Hệ số Giá trị giao dịch/GDP đo lường giao dịch cổ phiếu có tổ chức theo tỷ lệ phần trăm của sản lượng quốc gia, do đó sẽ phản ánh tính thanh khoản của thị trường chứng khoán trên cơ sở toàn bộ nền kinh tế.

Hệ số vòng quay: thường được sử dụng như một chỉ báo thứ hai về thanh khoản. Hệ số vòng quay cho biết số lần cổ phiếu đang lưu hành được đổi chủ. Hệ số vòng quay được xem là một chỉ báo bổ sung cho hệ số Giá trị giao dịch/GDP, trong khi, Giá trị giao dịch/GDP đo lường giao dịch so với quy mô của nền kinh tế, hệ số vòng quay đo lường giao dịch so với quy mô của thị trường chứng khoán. Một thị trường nhỏ có tính thanh khoản cao sẽ có hệ số vòng quay cao nhưng Giá trị giao dịch/GDP nhỏ. Một số nhà phân tích coi hệ số vòng quay là một chỉ báo tốt về hoạt động đầu cơ. Hệ số vòng quay được tính bằng cách chia tổng giá trị giao dịch của năm cho vốn hóa thị trường trung bình của năm. Hệ số này có giá trị 100% có nghĩa là tổng giá trị giao dịch của năm bằng với vốn hóa thị trường trung bình của năm và như vậy trung bình mỗi cổ phiếu đã đổi chủ một lần trong năm.

3.3. Độ tập trung của thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán có thể có quy mô lớn so với nền kinh tế nhưng lại có độ tập trung cao, tức là bị thống trị bởi một số ít công ty. Độ tập trung của thị trường được đo bằng tỷ lệ vốn hóa thị trường của các công ty lớn trên thị trường trên tổng vốn hóa thị trường. Chỉ báo thường được sử dụng là tỷ lệ vốn hóa thị trường của mười cổ phiếu lớn nhất so với tổng vốn hóa thị trường.

Mức độ tập trung cao của thị trường ảnh hưởng xấu đến sự phát triển của thị trường vì vốn sẽ bị tập trung vào một số ít công ty lớn, hạn chế cơ hội đầu tư và ảnh hưởng xấu đến thanh khoản. Ngoài ra, thị trường chứng khoán bị thống trị bởi một số ít công ty có thể khiến giá cổ phiếu của những công ty khác không phản ánh đúng hiệu quả hoạt động và triển vọng tăng trưởng của công ty, có nghĩa giá cổ phiếu của những công ty không phải là công ty hàng đầu chịu ảnh hưởng bởi giá cổ phiếu của các công ty hàng đầu thay vì chịu ảnh hưởng bởi hiệu quả hoạt động và triển vọng tăng trưởng của công ty. Điều đó sẽ bóp méo chức năng “báo hiệu” của thị trường. Mức độ tập trung cao của thị trường cũng có thể khuyến khích các hoạt động đầu cơ vì các lựa chọn đầu tư và khả năng đa dạng hóa danh mục bị hạn chế (Adarov và Tchaidze, 2011).

3.4. Liên kết giữa thị trường chứng khoán và hoạt động kinh tế thực tế

Liên kết giữa giá cổ phiếu và hoạt động kinh tế thực tế có tính chất hai chiều. Một mặt, giá cổ phiếu phụ thuộc vào kết quả hoạt động và triển vọng tăng trưởng của công ty, do đó khi kết quả hoạt động của công ty được cải thiện và tỷ suất sinh lợi tăng lên, giá cổ phiếu sẽ tăng theo. Mặt khác, giá cổ phiếu phải phản ánh giá trị chiết khấu hiện tại của cổ tức kỳ vọng hoặc tăng trưởng kỳ vọng. Từ quan điểm này, giá cổ phiếu đóng vai trò là chỉ báo hàng đầu về những thay đổi của hoạt động kinh tế trong tương lai.

Nhìn chung, có ba kênh chính qua đó giá cổ phiếu ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế thực tế. Thứ nhất là hiệu ứng của cải: giá cổ phiếu tăng và

sự giàu có nhờ cổ phiếu tăng lên sẽ khiến các nhà đầu tư tăng tiêu dùng. Thứ hai là chi phí vốn: khi giá cổ phiếu tăng, chi phí vốn mới so với chi phí vốn hiện có sẽ giảm, do đó số công ty niêm yết cổ phiếu và huy động vốn đầu tư thông qua chào bán ra công chúng sẽ gia tăng. Ngoài ra, hoạt động tốt trên thị trường chứng khoán có thể thu hút vốn từ nước ngoài, điều này sẽ cho phép lãi suất giảm xuống. Thứ ba là hiệu ứng niềm tin: thị trường chứng khoán hoạt động hiệu quả cao có thể cải thiện kỳ vọng tổng thể, qua đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế do đầu tư gia tăng (Morck và cộng sự, 1990).

Tuy nhiên, biến động giá cổ phiếu không chỉ phụ thuộc vào kết quả hoạt động và triển vọng tăng trưởng của công ty. Sự không chắc chắn của các chính sách kinh tế vĩ mô, chẳng hạn như sự biến động của tỷ giá hối đoái hoặc sự biến động của tỷ lệ lạm phát, cũng có thể dẫn đến biến động giá. Sự biến động giá cũng có thể do xuất hiện của những thông tin mới, không lường trước được làm thay đổi lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu (Engle và Ng, 1993).

Như đã thảo luận ở trên, giá cổ phiếu được coi là tín hiệu quan trọng để phân bổ nguồn lực. Một mức độ biến động nhất định về giá là không thể tránh khỏi, thậm chí là cần thiết, vì biến động giá cho thấy giá trị thay đổi trong các hoạt động kinh tế để các nguồn lực có thể được phân bổ tốt hơn. Tuy nhiên, những biến động quá mức, không phản ánh các nguyên tắc kinh tế cơ bản sẽ làm sai lệch chức năng “báo hiệu” của thị trường. Mặc dù khó xây dựng một tiêu chí rõ ràng để xác định thế nào là “quá mức”, nhiều nhà phân tích lập luận rằng một thị trường phát triển hơn sẽ có giá biến động ít hơn.

Do có quá nhiều yếu tố ảnh hưởng đến giá và việc gán trọng số cho các yếu tố này rất khó khăn nên cho đến nay chưa có một chỉ số đơn lẻ nào được xây dựng để đo lường liên kết giữa thị trường chứng khoán với hoạt động kinh tế thực tế. Trong bối cảnh đó, nghiên cứu bước đầu đề xuất một chỉ số phục vụ cho mục đích này, đó là hệ số Biến động giá/Biến động GDP (tạm gọi là hệ số

P/GDP), trong đó Biến động giá là chênh lệch giá của toàn thị trường ở cuối kỳ so với đầu kỳ, được tính bằng phần trăm và Biến động GDP là thay đổi GDP ở cuối kỳ so với đầu kỳ, được tính bằng phần trăm. Hệ số này sẽ cho biết biến động giá phản ánh kết quả hoạt động của nền kinh tế đến mức độ nào, qua đó cho biết mức độ ảnh hưởng của các yếu tố khác. Kết quả đáng mong muốn của hệ số này là một giá trị dương gần với 1, biểu thị sự biến động cùng chiều của giá cổ phiếu và tăng trưởng của nền kinh tế cũng như biểu thị mức độ biến động không quá lớn của giá so với biến động của nền kinh tế. Giá trị âm hay giá trị quá lớn (so với 1, chẳng hạn 2 hay 3) của hệ số này cho thấy thị trường chứng khoán và hoạt động thực tế của nền kinh tế có liên kết yếu trong kỳ tính toán.

4. Kết luận

Nghiên cứu cho thấy có bốn khía cạnh chính cần quan tâm khi đánh giá mức độ phát triển của thị trường chứng khoán, đó là: quy mô, thanh khoản, độ tập trung và liên kết giữa thị trường với hoạt động thực tế của nền kinh tế.

Cho đến nay, đã có một số chỉ số được đề xuất cho việc đánh giá mức độ phát triển của thị trường chứng khoán liên quan đến bốn khía cạnh này. Về quy mô thị trường, có hai chỉ số chính là Vốn hóa thị trường, được tính bằng giá trị thị trường của cổ

phiếu chia cho GDP tương ứng và Số lượng công ty niêm yết. Về thanh khoản của thị trường có hai chỉ số chính là Giá trị giao dịch/GDP, đo lường giao dịch cổ phiếu có tổ chức theo tỷ lệ phần trăm của sản lượng quốc gia và Hệ số vòng quay, đo lường tỷ lệ tổng giá trị giao dịch của năm trên vốn hóa thị trường trung bình của năm. Về độ tập trung của thị trường, chưa có thước đo chính thức được đặt tên một cách rõ ràng; thước đo thường được sử dụng là tỷ lệ vốn hóa thị trường của các công ty lớn, thường là 10 công ty lớn nhất, trên thị trường trên tổng vốn hóa thị trường.

Cho đến nay, chưa có một chỉ số đơn lẻ nào được xây dựng để đo lường liên kết giữa thị trường chứng khoán với hoạt động kinh tế thực tế. Nghiên cứu này bước đầu đề xuất một chỉ số phục vụ cho mục đích này, đó là hệ số Biến động giá/Biến động GDP, tạm gọi là hệ số P/GDP, trong đó Biến động giá là chênh lệch giá của toàn thị trường ở cuối kỳ so với đầu kỳ, được tính bằng phần trăm và Biến động GDP là thay đổi GDP ở cuối kỳ so với đầu kỳ, được tính bằng phần trăm. Chỉ số này sẽ cho biết biến động giá phản ánh kết quả hoạt động của nền kinh tế đến mức độ nào, từ đó cho biết ảnh hưởng của các yếu tố khác đối với thị trường chứng khoán cũng như cho biết mức độ liên kết giữa thị trường chứng khoán với hoạt động kinh tế thực tế ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Adarov, A., Tchaidze, R. (2011). *Development of Financial Markets in Central Europe: The Case of the CE4 Countries*. USA: International Monetary Fund.
2. Adelegan, O.J. (2008). *Can Regional Cross-listings Accelerate Stock Market Development?* Empirical Evidence from Sub-Saharan Africa. USA: IMF Working Paper 08/281.
3. Bekaert, G., Harvey, C.R., Lundblad, C. (2001). Does Financial Liberalization Spur Growth? USA: NBER Working Paper No. 8245.
4. Engle, R.F., Victor, K.Ng. (1993). Measuring and Testing the impact on Volatility. *The Journal of Finance*, 48(5), 1749-1778.
5. Karolyi, G.A. (2004). The Role of American Depositary Receipts in the Development of Emerging Equity Markets. *Review of Economics and Statistics*, 86, 670-690.

6. Levine, R., Zervos, S. (1996). Stock Market Development and Long-Run Growth. *World Bank Economic Review*, 10(2), 323-340.
7. Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. (1990). The Stock Market and Investment: Is The Stock Market a Sideshow? *Brookings Paper on Economic Activity*, 2, 157-202.
8. Rajan, R.G., Zingales, L. (2003). The Great Reversals: The politics of Financial Development in the 20th Century. *Journal of Financial Economics*, 69, 5-50.
9. Sarr, A., Lybek, T. (2002). *Measuring Liquidity in Financial Markets*. USA: IMF Working Paper, WP/02/232.

Ngày nhận bài: 17/10/2022

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 17/11/2022

Ngày chấp nhận đăng bài: 7/12/2022

Thông tin tác giả:

NGUYỄN VĂN QUANG

Khoa Tài chính - Ngân hàng, Trường Đại học Mở Hà Nội

ASSESSING THE STOCK MARKET DEVELOPMENT THROUGH FUNDAMENTAL INDICES

● NGUYEN VAN QUANG

Faculty of Finance – Banking, Hanoi Open University

ABSTRACT:

Researches show that there are four main aspects to consider when assessing the development level of a stock market, namely the market size, the liquidity, the concentration and the link between the market and the actual performance of the economy. Some indices have been proposed the level of stock market development related to these four aspects. This paper summarizes the main indicators proposed in previous studies and proposes a new index to measure the link between the stock market and actual performance of the economy.

Keywords: stock market, underlying index, stock.